

O que (não) se pode esperar do regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação não é uma panacéia, mas as alternativas são inferiores.

Márcio G. P. Garcia¹
22 de fevereiro de 2002

O regime de metas de inflação foi implantado no Brasil após a tumultuada, mas bem sucedida, flutuação cambial de janeiro de 1999. A razão da escolha desse regime monetário é semelhante à apreciação do regime democrático feita por Churchill: é o pior que se conhece afora todos os demais. Um eminente economista monetário chegou a brincar que, com câmbio flutuante, a única alternativa disponível ao *inflation targeting* era a estratégia *Nike*, qual seja, *just do it ...*

Dadas as colossais taxas de juros por aqui praticadas é natural que o regime monetário acabe sendo colocado em xeque. Afinal, o que importa é, mantendo a estabilidade, voltar a crescer de forma sustentada. Altas taxas de juros são um claro impedimento à expansão do crédito, além da principal fonte de pressão sobre o déficit público.

Contudo, a solução de simplesmente baixar os juros teria tanta eficácia quanto jogar um doente acometido de uma doença grave em um banho gelado para baixar a febre. Pode até funcionar por um breve período, mas certamente só isso não cura a doença. Os altos juros são como a febre ao sinalizar problemas estruturais mais sérios. Um organismo saudável não arde em febre. E só baixar a febre não cura.

Muitas têm sido as críticas ao regime de metas de inflação. Alguns parecem aceitá-lo a contragosto, dizendo que se deveria usar um outro índice de preços, como uma medida do núcleo da inflação (*core inflation*). Medidas do núcleo de inflação são rotineiramente examinadas pelo Copom ao decidir sobre a taxa Selic, mas optou-se por usar o próprio IPCA. O argumento definitivo na época da implementação do regime foi o da necessidade de se infundir credibilidade. Dada a história pregressa de vários expurgos inflacionários, usar uma medida estatística que não o próprio índice produzido pelo IBGE seria arriscado.

Não obstante, à medida que o regime se consolida e adquire credibilidade, o uso do *core inflation* no lugar do IPCA pode e deve ser reexaminado em bases técnicas. Mas tal discussão não parece ser o fulcro da crítica. Por vezes, o que parece estar sendo defendido é substituir o IPCA pelo núcleo para abrir caminho para baixar os

¹ Ph.D. em economia por Stanford, diretor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html>).

juros imediatamente não obstante a inflação mais alta. Ou seja, não se quer discutir se os múltiplos aspectos do complexo arcabouço técnico envolvido—o índice de inflação escolhido, a meta escolhida, a largura da banda ao redor da meta, os modelos econométricos usados para prever a trajetória da inflação, etc—são de fato adequados para definir a taxa de juros. Quer-se tão somente produzir alguma mudança de forma a gerar juros mais baixos, ou seja, só reduzir a febre. Ironicamente, nem isso não seria garantido pela mudança proposta. Nos últimos meses, por exemplo, o núcleo tem superado o IPCA cheio.

Outra crítica ao regime é sua inconsistência com uma flutuação cambial plena ante a enorme volatilidade dos fluxos financeiros internacionais. Como solução, alguns apontam a necessidade de controles de capitais. Não se especifica se os controles que se quer impor limitarão a entrada ou a saída de capitais. Em ambos os casos, se eficazes, tais controles produzirão a diminuição do fluxo futuro de capitais para o país, ou seja, diminuirão a poupança externa que se pode usar para financiar o investimento e promover a retomada do crescimento sustentado. Portanto, para que tal crítica se harmonize com uma plataforma de crescimento econômico, é necessário especificar como se produzirá o aumento da poupança doméstica (pública e privada) necessária não só para cobrir o atual déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos, como também para aumentar a razão investimento/PIB.

É fato que os capitais internacionais são excessivamente voláteis, e que isso gera um indesejável aumento dos juros domésticos quando o câmbio se deprecia. Sem embargo, o calcanhar de Aquiles de nossa economia reside na deficiência de poupança doméstica, tornando muito difícil, ainda que desejável, a retomada do crescimento sem recurso à poupança externa. O sistema de metas de inflação não cria tal problema, apenas o explicita na forma dos altos juros. Abandonar o atual regime de metas de inflação e reduzir drasticamente os juros não resolve o problema fundamental. Sem o aumento de nossa taxa de poupança doméstica, qualquer estratégia de crescimento estará fadada ao fracasso. Este é o principal desafio da agenda econômica do próximo presidente: como aumentar nossa taxa de poupança doméstica. Sem resolver tal questão, o Brasil continuará sendo, eternamente em berço esplêndido, o país do futuro.